

f **inanciamiento del desarrollo en economías abiertas con mercados bancarios imperfectos**

**Ericka Judith Arias Guzmán
Felipe Cruz Díaz
Coordinadores**



DIRECCIÓN
GENERAL DE
ASUNTOS DEL
PERSONAL
ACADÉMICO

En efecto, el aumento de la deuda pública, con fines de estabilización monetaria, ha obligado a los gobiernos de las economías emergentes a reducir rubros del presupuesto que son fundamentales para el desarrollo, tales como; inversión en infraestructura, educación, salud y seguridad social. Esto ha agravado el deterioro del salario real, que ha sido la variable de ajuste para sostener la competitividad de las exportaciones con tipos de cambio sobrevaluados.

Por lo tanto, es fundamental plantear los problemas que enfrentan las economías emergentes en el financiamiento del desarrollo desde la perspectiva teórica-empírica.

Para tal efecto, el presente libro tiene el objetivo de mostrar la problemática de la escasez de financiamiento del desarrollo en economías emergentes y proponer alternativas de política económica que puedan coadyuvar en la generación de éste.



ISBN: 978-607-02-8336-9



Financiamiento del desarrollo en economías abiertas con mercados bancarios imperfectos coordinado por Ericka Judith Arias Guzmán y Felipe Cruz Díaz, se realizó bajo el auspicio de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la UNAM, mediante el proyecto PAPIME PE300412 *Sector financiero y financiamiento del desarrollo: controversia actual y evidencia empírica*, del cual es responsable la Dra. Ericka Judith Arias Guzmán.

Primera edición: septiembre de 2016.

Portada: D.G. Víctor Hugo Huerta González.

D.R. © 2016 UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Delegación Coyoacán,
C.P. 04510, México, Distrito Federal

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
Av. Alcanfores y San Juan Totoltepec, s/n
C.P. 53150, Naucalpan de Juárez, Estado de México
Unidad de Servicios Editoriales

ISBN: 978-607-02-8336-9

Esta edición y sus características son propiedad de la Universidad Nacional Autónoma de México.
Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	9
-------------------	---

POLÍTICAS MACROECONÓMICAS PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

Transparencia en la política de banca central y gestión de la deuda pública interna en México <i>Guadalupe Mántey Bastón</i>	15
--	----

La política monetaria y la liberalización de la cuenta de capital <i>Teresa López González</i>	35
--	----

La política fiscal y los efectos <i>crowding out</i>. La controversia entre los enfoques del nuevo consenso monetarista y el postkeynesiano <i>Eufemia Basilio Morales</i>	71
--	----

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL, MERCADOS BANCARIOS IMPERFECTOS Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO EN MÉXICO

La operatividad del esquema de metas de inflación en México 2001-2012 <i>Jorge Feregrino Feregrino</i> <i>Gisela Janeth Espinosa Martínez</i>	111
--	-----

Wynne, Mark A. and Finn E. Kydland (2002), "Alternative monetary constitutions and the quest for price stability", *Economic and Financial Policy Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Vol. 1(1), pp. 2-19.

LA POLÍTICA FISCAL Y LOS EFECTOS *CROWDING OUT*. LA CONTROVERSIA ENTRE LOS ENFOQUES DEL NUEVO CONSENSO MONETARISTA Y EL POSTKEYNESIANO

Eufemia Basilio Morales*

Introducción

Hacia mediados de la década de los setenta, en el contexto de la desaceleración del crecimiento, la agudización de los desequilibrios en las balanzas de pagos y fuertes presiones inflacionarias en la economía mundial, resurge la vieja controversia neoclásica-monetarista en torno a la incapacidad de la política fiscal expansiva para inducir el crecimiento económico con estabilidad monetaria. Al igual que en el pasado, esta discusión enfrentó a los teóricos ortodoxos con los teóricos keynesianos cuyo análisis parte del principio de la demanda efectiva. Así, mientras los primeros replantearon el efecto expulsión (*crowding out*) para argumentar la ineficacia de la política fiscal para inducir el crecimiento económico. Los teóricos heterodoxos, más concretamente los Poskeynesianos, a partir de la reinterpretación de las aportaciones de Keynes sobre la importancia del gasto público deficitario y las aportaciones de Lerner sobre las finanzas públicas funcionales, argumentaron la eficacia del gasto público deficitario y, por tanto, de la política fiscal contra-cíclica, para inducir el crecimiento económico mediante la expansión de la

* Doctora en Economía. Profesora de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM.

demanda agregada, en particular en las etapas recesivas del ciclo económico.

En los primeros años de la década de los ochenta, en el contexto de la crisis de la deuda externa de las economías latinoamericanas, los gobiernos de estos países aplicaron políticas macroeconómicas de ajuste y estabilización ortodoxas para frenar las presiones inflacionarias por la vía de la contracción de la demanda agregada. Dado que los enfoques convencionales en que se sustentan dichas políticas asumen que la expansión del gasto público deficitario es la principal fuente generadora de inflación, la política fiscal quedaba limitada por el principio de finanzas públicas equilibradas y, en consecuencia subordinada al cumplimiento de estabilidad monetaria.

A finales de la década de los ochenta, la economía mundial registraba un lento crecimiento acompañado de presiones inflacionarias y una elevada liquidez en los mercados financieros internacionales. Las grandes economías de América Latina que había re-negociado su deuda externa, como México, se convirtieron en atractivos mercados de capitales emergentes para los elevados volúmenes de capital externos de corto plazo. Bajo este marco, John Williamson propone un decálogo de recomendaciones, conocido como el *Consenso de Washington*; si bien dichas recomendaciones estaban dirigidas fundamentalmente a las economías de América Latina que atravesaron por crisis derivadas de su elevada deuda externa, las mismas fueron se convirtieron en el referente de las políticas económicas para todos los países en desarrollo y emergentes. Se suponía que la aplicación de estas recomendaciones atraería los flujos de capitales externos, necesarios para elevar el ahorro nacional que tendía como destino el financiamiento de la inversión. Las mencionadas recomendaciones ponían el énfasis en la disciplina macroeconómica, particularmente fiscal y monetaria, así como en la desregulación de la economía en general, y del sector financiero y externo en particular.

Estas reformas eran planteadas como la condición necesaria para sentar las bases que condujera a un crecimiento estable y sostenido en dichas economías. En general, todas las recomendaciones que conforman el *Consenso de Washington* apuntan a la menor, e

incluso eliminación, de la intervención del Estado en la economía, porque se asume que las libres fuerzas del mercado es el mejor mecanismo de asignación de los recursos productivos.

En los primeros años de la década de los noventa, al mismo tiempo que se instrumentaban las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica derivadas de las recomendaciones del *Consenso de Washington* en la mayoría de los países en desarrollo, empieza a adquirir fuerza el enfoque del Nuevo Consenso Monetarista o Nueva Macroeconomía (NCM), en particular el esquema de objetivos de inflación (*targeting inflation*). Del modelo macroeconómico de este enfoque se desprende que la estabilidad monetaria y el equilibrio fiscal son requisitos indispensables para que las brechas producto e inflación. En consecuencia con estos lineamientos, los teóricos de este enfoque recomiendan se les otorgue la autonomía a los bancos centrales para evitar que los gobiernos les impongan financiar gastos públicos deficitarios, con lo que podrían incurrir en el sesgo inflacionario. En consecuencia, la política monetaria solo debe cumplir con el objetivo de estabilidad monetaria; ello ha implicado la subordinación del crecimiento del producto y el empleo a dicho objetivo.

Según los teóricos del NCM, el control de la inflación y, por ende, el mantenimiento de la estabilidad monetaria, es la mejor y mayor contribución que puede hacer la política monetaria de metas de inflación al crecimiento económico.

El objetivo de este trabajo es realizar un análisis crítico de la controversia actual entre los enfoques del Nuevo Consenso Monetarista (NCM) y el Poskeynesiano (PK) en torno a la efectividad de la política fiscal contracíclica para amortiguar la fase recesiva del ciclo económico, a través de la expansión de la demanda agregada por la vía del incremento del gasto público deficitario. Para ello se hará una exposición del replanteamiento que hacen los teóricos del NCM de los efectos desplazamiento (*crowding out*) que genera la política fiscal expansiva, por un lado, y la crítica del mismo que realizan los teóricos PK. Después de ésta breve introducción, se exponen brevemente las principales tesis de los enfoques Clásico y

Neoclásico sobre la intervención del Estado en la economía y la inutilidad de la política fiscal para inducir el crecimiento del producto y el empleo. En el siguiente apartado se exponen los argumentos centrales del NCM sobre los efectos de desplazamiento que genera un incremento del déficit público, partiendo de la exposición de las principales tesis del monetarismo de Milton Friedman, ya que algunas de las tesis centrales del análisis de éste son replantadas para construir el marco teórico del NCM. Posteriormente se exponen las críticas de los teóricos poskeynesianos a los efectos *crowding out* que, según el NCM, son provocados por las políticas fiscales contra-cíclicas, para entender el planteamiento analítico de este enfoque se hace una breve exposición de los principales argumentos de Keynes sobre el gasto público y del enfoque de las finanzas funcionales de Lerner. Finalmente, se presentan las principales conclusiones de esta revisión analítica de la actual controversia teórica en torno a la eficacia de la política fiscal activa para compensar la caída del gasto privado (consumo e inversión) que se registra en la fase recesiva del ciclo económico.

Los enfoques clásico y neoclásico. Del equilibrio fiscal al equilibrio general

Las aportaciones sobre finanzas públicas de Adam Smith, David Ricardo y John Stuart Mill se centran en los efectos del gasto público, los impuestos y la deuda del gobierno sobre la acumulación de capital. Si bien en sus análisis cada uno de estos economistas difiere sobre las implicaciones de financiar un incremento en el gasto público mediante emisión de deuda pública interna y/o una elevación de las tasas impositivas. En términos generales, los tres coincidían en que el presupuesto del gobierno debía estar siempre equilibrado. De acuerdo con esta visión, la existencia de déficit o superávit eran resultado de una administración ineficiente o de un excesivo intervencionismo del Estado en las actividades económicas, el cual generaba distorsiones en el mercado.

El enfoque clásico sobre el gasto público y la acumulación de capital. Los impuestos y la emisión de deuda

Para los principales representantes de la escuela clásica Adam Smith, David Ricardo, Malthus y John Stuart Mill, el crecimiento económico se sustenta, fundamentalmente en la evolución que experimenta el progreso tecnológico en relación con el progreso demográfico, identificando la acumulación de capital como el motor del progreso material de las sociedades. De acuerdo con este enfoque, la flexibilidad de los precios conduce al ajuste automático de las cantidades, de tal forma que el mercado funciona adecuadamente como mecanismo autorregulador. Por ello, y dado que se supone que la economía opera al nivel de pleno empleo de todos los factores productivos, los economistas clásicos rechazaban la intervención del Estado en la actividad económica. De ahí que, según ellos, cualquier incremento en el gasto público para elevar la demanda agregada no tendrá ningún efecto en la actividad económica, ya que ello no tiene efectos relevantes en el comportamiento de los individuos, debido a que existe información completa y perfecta sobre los precios. Además, las libres fuerzas del mercado conducen a los agentes económicos a tomar las decisiones óptimas que conducen al bienestar general.

Los economistas clásicos discutieron ampliamente sobre las consecuencias de financiar el gasto público con la emisión de deuda o impuestos. Por el contexto histórico, económico y político prevaliente en ese entonces, se asumía que la emisión de deuda interna tenía como único destino los gastos de guerra, que era precisamente el caso de Francia. De ahí que sostuvieran que la deuda pública interna era improductiva; además de que generaba efectos nocivos sobre el bienestar general de la población. En caso de que fuera necesario financiar gastos de guerra, recomendaba financiarlos con impuestos. Los economistas clásicos llegaron a estas conclusiones debido a que consideraban que los ingresos tributarios se pagan principalmente mediante un esfuerzo adicional de ahorro, mientras que la emisión de deuda pública mina los fondos destinados a la

acumulación. De ahí concluían que la emisión de deuda pública tiende a “empobrecer” al país (Alcides, 1997).

En este punto, los teóricos clásicos hacen una serie de precisiones. Por un lado, afirman que cuando el gobierno financia el gasto aumentando los impuestos, el pago de éstos por parte de los individuos implica una disminución del consumo; por el contrario, cuando se emite deuda pública para financiar el gasto, los individuos tienden a ignorar que tarde o temprano dicho aumento en el gasto deberá pagarse con impuestos y, por tanto, no hacen ningún esfuerzo para disminuir el consumo. Por el otro, y como consecuencia de lo anterior, el aumento del gasto público financiado con deuda pública reduce el ahorro que era destinado a la inversión productiva, pues la emisión de deuda pública interna no disminuye el consumo de los individuos. Por lo tanto, la acumulación del capital se ve entorpecida cuando se emite deuda pública interna; ello explica que estos teóricos recomendaran, en caso de ser necesario, financiar el gasto mediante impuestos.

El enfoque neoclásico y el rigor presupuestal. Impuestos, subsidios y bienestar social

La tesis básica de la teoría neoclásica es que la economía capitalista es cooperativa y se autorregula a través de los precios de mercado, los cuales garantizan una eficiente asignación de los recursos (Ayalá, 1996). De acuerdo con este enfoque, el valor total de la producción es idéntico al valor de los ingresos percibidos por agentes económicos que participan en el proceso productivo. Dichos ingresos pueden utilizar para adquirir bienes de consumo en el presente o para ahorrar; pudiendo destinar éstos para consumo futuro. Bajo esta perspectiva, el incremento del ahorro no es un impedimento para que la demanda agregada sea igual a la oferta, porque existe un mercado de fondos prestables que asegura que los recursos que una parte de la sociedad ahorra sean tomados en calidad de préstamo, por otra parte de la sociedad, quien los destina a la inversión productivas; es decir, no existe especulación. Así, la demanda de

bienes de consumo más la demanda de bienes de inversión será igual a la producción de bienes y servicios (Alcides, 1997).

Al interior del enfoque neoclásico se desarrolló la visión denominada “el punto de vista de la Tesorería”, que fue muy popular en Gran Bretaña en los años veinte y principios de los treinta. Esta visión sostenía que el gasto del gobierno en obras públicas era necesario, y el mismo podría financiarse con impuestos o mediante la colocación de deuda pública en el mercado de fondos prestables; el financiamiento monetario no se asumía inflacionario. Según esta visión, si el gasto público (o empleo público) se financiaba con impuestos, la demanda agregada se reduciría de forma directa, pero esta reducción se compensaba con el aumento del gasto público (o empleo público). En el caso de que el gasto público se financiara mediante la emisión de deuda pública interna, la mayor demanda de fondos prestables por parte del gobierno elevaría la tasa de interés, y el crédito obtenido por el sector privado con fines de inversión productiva se reduciría, aproximadamente en la misma cantidad.

En congruencia con lo anterior, para los teóricos neoclásicos el aumento en el gasto público (o empleo público) se correspondería con una disminución aproximadamente igual del gasto privado (o empleo privado). Ello es así, porque, asumen que los mercados de bienes, trabajo y dinero están en equilibrio, lo que significa que el nivel del producto y empleo corresponde al de pleno empleo, un aumento en el gasto público no tiene ningún efecto sobre el producto, el ingreso y el empleo.

En la segunda mitad del siglo XIX, en la ciudad de Viena un grupo de economistas desarrollaron una línea propia de investigación a partir de los principales postulados del enfoque neoclásico, que se le denominó la “escuela austriaca”. Entre los trabajos más destacados de estos economistas están los de Karl Menger, Friedrich von Wieser y Eugen von Böhm Bawerk. Entre los austríacos modernos sucesores esta escuela se encuentran Gottfried Haberler, Friedrich Von Hayek y Ludwig von Mises, quienes se opusieron a las políticas económicas de corte keynesiano y a la existencia de empresas públicas, medidas que se adoptaron en los años posteriores a la Segunda

Guerra Mundial, como una estrategia económica para emprender la reconstrucción de las economías devastadas por la guerra y avanzar en los procesos de industrialización de los países en desarrollo.

Los economista austriacos modernos endurecieron su posición en torno a la eliminación de la intervención del Estado en la economía, en contraparte reivindicaron el papel de las libres fuerzas del mercado, como el mejor mecanismo para asignar de forma eficiente los factores productivos. Al igual que los teóricos clásicos, los economistas austriacos sostenía la hipótesis de que todos los mercados, incluyendo el mercado de trabajo y el mercado de dinero, operan al nivel de pleno empleo; por tanto, un aumento en el gasto público no tiene ningún efecto sobre el producto, el ingreso ni el empleo. A partir de este principio, la escuela austriaca moderna encabezada por Hayek, a quien se le considera como refundador del neoliberalismo contemporáneo, profundizó en la teoría económica y desarrolló los fundamentos éticos y filosóficos de una economía de libre mercado y bienestar general.

Al interior de la corriente neoliberal contemporánea se distinguen dos enfoques; por un lado, el Enfoque Utilitarista y la Economía del Bienestar y, por el otro, el enfoque de la Justicia Walrasiana. Dentro de este último enfoque, sobresalen las aportaciones de Pigou, quien considera que la existencia de la divergencia entre el coste privado y el coste social solo puede ser subsanada mediante la intervención del Estado. Según este economista, la diferencia entre costes privados y sociales o beneficios sociales y privados es un indicador de que las decisiones tomadas por los agentes privados a través del mercado, son una mala asignación de recursos productivos. Esta situación, por si misma justifica la intervención estatal en forma de impuestos y subsidios; así que, siempre que el producto social diverja del producto privado la intervención del Estado será necesaria (Blaug, 2001). Esta posición de Pigou fue cuestionada por Coase (1960), quien sostiene que el mecanismo del mercado puede conducir a un óptimo de Pareto a pesar de las exterioridades en la producción y consumo, ya que siempre es posible

encontrar una solución de negociación privada para eliminar las exterioridades.⁵

El nuevo consenso monetarista. La debilidad de la política fiscal los efecto desplazamiento (crowding-out)

La oposición de los enfoques clásico y neoclásico a que el Estado interviniera en la actividad económica, por considerar que las libres fuerzas del mercado conducirían a una mayor acumulación del capital, en el caso de los primeros, y al pleno empleo de los factores productivos, el caso de los neoclásicos, fue reforzada por Milton Friedman, al afirmar que cuando la política fiscal opera independientemente de la cantidad de dinero, aquélla no tiene ningún efecto en el nivel de la actividad económica en el largo plazo; y en el mejor de los casos, su efecto se reducirá al corto plazo, pero acompañado de un incremento en la tasa de inflación que se mantendrá en el largo plazo. En otras palabras, el déficit público genera estancamiento económico y mayores niveles de inflación.

El enfoque monetarista y la ineficiencia de la política fiscal activa. La metamorfosis del pensamiento de Friedman

En 1948, Friedman escribió el artículo titulado "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", en el cual sostenía que el gobierno sólo debía mantener un presupuesto equilibrado en situaciones de pleno empleo, déficit presupuestal en etapas de recesión y superávit durante períodos de auge económico. En el contexto de la recesión económica heredada de la Segunda Guerra Mundial, esta posición teórica no provocó controversia en los círculos de intelectuales, incluso el enfoque ortodoxo la aceptó por considerar que era la única vía para restablecer el crecimiento económico a nivel mundial. En el artículo mencionado, Friedman (1948) sostiene que el gobierno debe operar con finanzas equilibradas solamente en el ca-

⁵ Decimos que una asignación de los recursos es óptima en el sentido de Pareto o *eficiente en el sentido de Pareto*, cuando no puede cambiarse sin que se perjudique, al menos a una persona.

so de que la economía se encuentre en pleno empleo; mientras que en periodos de recesión debe recurrir al déficit para reactivar la demanda agregada y en la fase de auge generar superávit. Con base en este argumento, propone la instrumentación de políticas económicas que combine medidas fiscales y monetarias que permitan ejercer el presupuesto de forma contra-cíclica, sin descuidar el control de la oferta monetaria.

El ejercicio de la política fiscal con fines anti-cíclicos supone, según Friedman, que el gobierno realice contribuciones automáticas (estabilizadores automáticos), como son los subsidios, transferencias, etc., con el propósito de elevar la renta corriente que compense la caída de la demanda agregada de algunos segmentos de la población, e induzca modificaciones en la oferta de dinero. Por otro lado, debe evitarse la aplicación de medidas discrecionales pro-cíclicas; esto es, no debe reducirse las tasas impositivas y/o aumentar el gasto gubernamental en periodos de prosperidad o, al contrario, elevar las tasas impositivas y/o reducir el gasto público en épocas de depresión (Friedman, 1948).

En el mismo artículo, Friedman considera que el tamaño del gobierno estará determinado por lo que la población quiere que le proporcione el gobierno; por ello propone que la política fiscal esté determinada por el volumen de los gastos del gobierno en bienes y servicios públicos; considerando el deseo, necesidad y voluntad de la comunidad de pagar los servicios públicos. Bajo esta perspectiva, las tasas de impuestos deben asegurar el equilibrio del presupuesto al nivel del pleno empleo. Para ello, se deben cumplir dos condiciones: La primera se refiere al manejo cíclico del gasto e ingresos públicos; esto es, el gasto debe seguir un patrón anti-cíclico y los impuestos ser pro-cíclicos. Tal manejo de la política fiscal exige la conformación de una poderosa red de seguridad social, que permita transferir incrementos del gasto en caso de recesión; en tanto que el manejo de los ingresos fiscales debe estar vinculado al desempeño de la actividad económica, ya sea mediante impuestos progresivos al ingreso o a las ventas (Friedman, 1948). La segunda condición se refiere a la necesidad de contar con un gobierno grande; que, según

Minsky (1987), implica que el tamaño del gobierno sea igual al tamaño del gasto total en inversión o por lo menos que las fluctuaciones del desequilibrio presupuestal sean de la misma magnitud que las fluctuaciones en la inversión. Al respecto, Friedman señala que cuando ocurrió la crisis de 1929, el gobierno era muy pequeño, de ahí que no tuviera la capacidad para estabilizar la economía (Friedman, 1948).

El programa fiscal y monetario que Friedman propuso en 1948, no sólo se evitaban fluctuaciones en el corto plazo en la actividad económica, sino también se aseguraba la estabilidad económica en el largo plazo (Friedman, 1948). En el contexto de la recesión de Estados Unidos de la década de los setenta, y considerando lo manejable de sus finanzas públicas, gasto y déficit público por debajo del 1%, como proporción del PIB, resultaba más viable aplicar la propuesta que Friedman hiciera en 1948, que las de Keynes. No obstante, se descartaron ambas por considerar que era inviable aplicar políticas fiscales expansivas; en su lugar, el mismo Friedman recomendó la instrumentación de políticas restrictivas sobre la demanda agregada, como medidas para controlar la inflación y alcanzar el pleno empleo de los factores productivos.

Hacia la década de los setenta, esta posición teórica de Friedman cambió radicalmente y, con ella, la aceptación de la intervención del Estado en la economía y la aplicación de medidas fiscales expansivas; mismas que se convirtieron en el blanco de las críticas y ataques de los enfoques neoclásicos y monetaristas.

Los monetaristas en esos años, derivaron una serie de efectos sobre los precios, tasa de interés, tipo de cambio, cuenta corriente de la balanza de pagos y deuda interna. De acuerdo con este enfoque, en la medida que el déficit público se financie mediante deuda interna, lo que implica una mayor demanda de recursos financieros por parte del sector público; el gobierno competirá con el sector privado por los recursos disponibles, presionando así, a la alza a las tasas de interés. Ello, a su vez estimulará la entrada de flujos de capitales externos; el efecto conjunto de estos factores, según los

monetaristas, terminará por limitar la inversión privada y, por tanto, la contracción del nivel del producto.

Siguiendo el razonamiento monetarista, un incremento en la demanda agregada conduce a una elevación de los precios de los bienes no comerciables debido a que su producción se encuentra fija en el corto plazo; en tanto que el precio de los bienes comerciables en el marco de una economía abierta, no se ven afectados debido a que la demanda adicional de los mismos es satisfecha a través de mayores importaciones. Sin embargo, el incremento en el precio de los bienes no comerciales provocará la apreciación del tipo de cambio real. En otras palabras, el aumento en el déficit público originado por el incremento del gasto público deficitario, provocará una mayor tasa de inflación interna con respecto a la tasa de inflación externa, lo que finalmente apreciará el tipo de cambio real. De persistir una política fiscal expansiva, la apreciación sostenida del tipo de cambio provocará un deterioro en la cuenta corriente. En la medida en que el mayor déficit en cuenta corriente sea consecuencia de dicha sobrevaluación, el déficit fiscal no será sostenible en el largo plazo, porque los flujos de capital externo, que son muy susceptibles a cambios en la tasa de interés y a variaciones en el tipo de cambio y que han permitido financiar el desequilibrio externo, se revertirán repentinamente. Ello obligará al gobierno a devaluar la moneda local. Por otro lado, el incremento en las importaciones ocasionado por el crecimiento en la demanda interna que, según los monetaristas, estaría por encima del nivel de producción de corto plazo, al cual le corresponde un nivel de pleno empleo de los factores productivos, agravará aún más el déficit en cuenta corriente provocado por la sobrevaluación del tipo de cambio real. En estas circunstancias, la salida de capitales tanto internos, como externos no se hará esperar, precipitando la crisis de la balanza de pagos.

Respecto a la política fiscal, los monetaristas afirman que una política fiscal expansiva obliga al sector público a endeudarse para cubrir el diferencial entre su ingreso y su gasto, lo que significa que a un déficit público alto le corresponderá un nivel de endeudamiento también alto. El servicio de ésta deuda limitará el crecimiento en

el largo plazo, ya que reduce los recursos disponibles para financiar proyectos de inversión y sociales. En consecuencia, un excesivo endeudamiento del sector público pone a la economía en una situación financiera vulnerable, generado por el alto peso del pago de los intereses y amortizaciones de la deuda pública interna en el gasto corriente del sector público. De este razonamiento los monetaristas deducen que, un déficit fiscal elevado inhibe el ahorro y la inversión y, con ello, el crecimiento de la capacidad productiva de la economía.

Recapitulando, para el enfoque monetarista encabezado por Milton Friedman en los años setenta, el incremento en la demanda agregada, resultado de un aumento en el déficit público, tiene un efecto de corto plazo que no solo se elimina en el largo plazo, sino además genera graves problemas, como una mayor tasa de interés, un incremento del déficit público, la apreciación del tipo de cambio y la agudización del deterioro de la balanza de pagos, postura que difiere totalmente de lo que plantea él mismo en 1948.

La Nueva Macroeconomía Clásica y el replanteamiento de la Equivalencia Ricardiana

Las principales características del enfoque de la Nueva Macroeconomía Clásica (NMC) en torno a la instrumentación de políticas fiscales expansivas se centran en lo que estos teóricos denominan los efectos positivos inmediatos o de corto plazo, como el efecto multiplicador sobre el producto y el empleo y los efectos monetarios y riqueza negativos de largo plazo. De acuerdo con este enfoque, los efectos de expulsión sobre la inversión privada anulan el efecto multiplicador positivo de corto de plazo generado por el aumento de la demanda agregada, inducido por un incremento del gasto público deficitario.

En los análisis de los principales teóricos de la NMC, como Blanchard (1985), Blanchard y Dornbusch (1984), Branson, Fraga y Jonson (1985), Dornbusch (1984), Feldstein (1984), y Reinhart y Sack (2000), se afirma que un déficit fiscal amplio conduce a la elevación de la tasa de interés real, lo que estimulará el ingreso de

altos volúmenes de capital externo, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio real. Como vemos, este análisis sigue siendo congruente con los postulados tradicionales del modelo de Mundell-Fleming aplicado a una economía pequeña con libre movilidad de capitales y tipo de cambio flotante. No obstante, a diferencia de dicho modelo, en estos trabajos se reconoce la posibilidad de que una ampliación del déficit fiscal provoque una depreciación del tipo de cambio real o que su contracción desemboque en una apreciación, lo cual dependerá del riesgo país y del grado de autonomía del Banco Central. Es decir, que no se puede asegurar que un déficit será perjudicial, sin antes analizar el contexto y las condiciones del país de que se trate (Eichengreen, 2000).

De acuerdo con este enfoque, una reducción del déficit fiscal puede provocar una apreciación del tipo de cambio real debido a que dicha reducción hace bajar las tasas de interés internas con respecto a las externas, disminuyendo la rentabilidad de los instrumentos de deuda denominados en moneda local, esto es así, porque disminuye el atractivo de los instrumentos financieros internos frente a los instrumentos externos que devengan intereses en moneda extranjera. De aquí se deriva lo que los teóricos de la NMC denominan "el efecto tradicional de la política fiscal", que consiste en una menor demanda de bonos denominados en moneda local y una mayor demanda de estos instrumentos en dólares, como consecuencia del descenso en la tasa de interés. Ello se reflejará en una menor demanda de moneda local (u oferta de moneda externa) y una mayor demanda de moneda externa (u oferta de moneda local). El resultado final es la depreciación de la moneda local frente a la moneda externa. En el caso de una ampliación del déficit fiscal, el tipo de cambio real se depreciará, debido a que las tasas de interés se elevan, con el consiguiente efecto inverso al descrito arriba.

El cuanto a la tesis que sostiene que un incremento en el gasto público deficitario desplaza a la inversión privada por la vía de la elevación de la tasa de interés, la NMC sostiene al respecto que, un aumento en el gasto público deficitario elevará la demanda agregada, lo que estimula la expansión de la inversión y, por ende,

genera un mayor nivel de producto y empleo; esto último eleva la demanda de dinero, lo cual finalmente presiona a la alza a las tasas de interés. En el mediano plazo, esto último desestimulará el gasto en inversión de las empresas, lo que a su vez reduce la demanda agregada. Así, el efecto positivo de corto plazo en la actividad económica inducido por un incremento en el gasto público deficitario, es eliminado por la contracción de la inversión privada; en tanto que el incremento en los precios permanecerá.

En la medida que el déficit público se financie con emisión de valores públicos (deuda pública interna), el efecto desplazamiento de la inversión pública se producirá porque la colocación de los títulos de deuda pública en los mercados financieros hará aumentar la demanda sobre los fondos disponibles. Al competir con la empresa privada para conseguir medios de financiarse, el Estado provoca la subida de los tipos de interés y por tanto la disminución de la inversión privada. Según la NMC, este desplazamiento se puede dar por dos vías, la vía directa (*crowding out* real) y la vía indirecta (*crowding out* financiero). El *crowding-out* directo o real supone que un incremento del gasto público desplazaré al gasto privado, debido a que los sectores público y privado compiten por recursos financieros escasos. Este razonamiento parte del supuesto de la plena utilización de la capacidad productiva existente. Por su parte, el efecto *crowding-out* indirecto o financiero se produce cuando el gasto público deficitario es financiado a través de un incremento en la deuda interna. La competencia entre valores públicos y títulos privados por colocarse en los mercados financieros conducirá a una elevación en las tasas de interés internas, generando una disminución en los gastos privados (consumo e inversión), los cuales son elásticos a la variación en la tasa de interés. Este efecto, según la NMC, terminará por erosionar el efecto positivo del aumento inicial en el gasto público. En el caso de que el déficit público sea financiado mediante un incremento en la cantidad de dinero, aunque éste sea esterilizado posteriormente mediante una política monetaria activa, la tasa de interés también se elevará debido a que se reduce la disponibilidad de crédito para el sector privado.

Bajo el marco teórico de la NMC, Barro (1974) reinterpreta la equivalencia planteada por Ricardo,⁶ como una alternativa frente a la formulación de los economistas clásicos y keynesianos de la Síntesis Neoclásica, en torno a los efectos macroeconómicos del déficit público; dicha reinterpretación se contrapone con la visión de política de finanzas públicas equilibradas que éstos enfoques postulaban. Al planteamiento original de Ricardo, ahora conocida como Teorema de la Equivalencia Ricardiana (TER), Barro le incorpora una serie de supuestos pocos realistas, como veremos más adelante, para derivar una serie de efectos macroeconómicos sobre el financiamiento del gasto público con deuda o impuestos, que lo conducen a la misma conclusión de Ricardo; esto es, que no existe diferencia entre el financiamiento del gasto público con impuestos o con deuda. En otras palabras, dado el tamaño del gasto público, es irrelevante si se financia con deuda o con impuestos. Cabe señalar que el problema central de la TER no es el de los efectos económicos del gasto público o de los impuestos, sino el de la comparación de los efectos macroeconómicos de financiamiento el gasto con impuestos o con deuda.

Barro (1974) reinterpreta la equivalencia Ricardiana (TER), asumiendo los siguientes supuestos implícitos y/o explícitos en su análisis: a) Los agentes económicos toman sus decisiones a partir de expectativas. Por tanto, la formación de sus expectativas futuras también son racionales; b) Existe certidumbre sobre los flujos de ingresos y cargas tributarias futuras; c) Los mercados de capital son perfectos, lo que significa que no existen restricciones de liquidez; d) Los impuestos son no-distorsionadores (lump-sum), es decir, son neutrales; e) La proporción de ciudadanos que paga impuestos es constante; f) El comportamiento de los hogares o los individuos

⁶ De acuerdo con Ricardo, si los individuos tuviesen una visión de largo plazo que les permitiese comprender que una emisión de deuda pública en el presente implica un incremento de los impuestos en el futuro para elevar la recaudación de los ingresos, que le permita al gobierno pagar el servicio de la deuda (pago de intereses y principal) en el momento de su vencimiento; nos daríamos cuenta que no existen dos formas de financiamiento del gasto público, sino sólo una, los impuestos.

como consumidores son homogéneos; por tanto, se puede utilizar el modelo de un consumidor individual, es decir, el comportamiento del consumidor se reduce al comportamiento del agente medio; g) Los agentes poseen un horizonte de vida infinito; y h) Existe altruismo intergeneracional del tipo de dinastías, pues las generaciones presentes toman decisiones pensando en el bienestar de sus generaciones futuras.

Bajo este marco teórico, Barro llega a la conclusión de que expansión del gasto público deficitario en el presente modifica la percepción de los agentes privados sobre un incremento de las tasas impositivas en el futuro, para cubrir el costo del servicio de la deuda pública interna que se emitió en el pasado. Dada esta expectativa, los individuos reducirán su consumo y elevarán su ahorro en el presente, previendo que en el futuro tendrán que pagar más impuestos. En otras palabras, los individuos tienen la certeza de que un incremento del déficit público en el presente conducirá al gobierno a elevar las tasas impositivas en el futuro (Bernanke, 1999).

El Nuevo Consenso Monetarista y el fortalecimiento de los efectos desplazamiento. Eficacia de la política monetaria y la estabilidad monetaria

El marco teórico del Nuevo Consenso Monetarista (NCM) o Nueva Macroeconomía, como también se le conoce, se nutre de los enfoques monetaristas y de la NCM, de ahí que, al igual que dichos enfoques, el NCM reivindique la capacidad de la política monetaria para conducir a la economía hacia el crecimiento económico, una vez que alcance el objetivo de estabilidad de precios. De acuerdo con este enfoque, una política monetaria basada en metas de inflación puede, mediante variaciones en la tasa de interés,⁷ su principal instrumento operativo, conducir a la economía al nivel del producto potencial, esto es, a una brecha producto.

⁷ En general se trata de la tasa de descuentos, que es aquella a la cual el Banco Central, está dispuesto a ofertar fondos.

Al igual que todos los enfoques convencionales, el NCM niega la capacidad de la política fiscal para contrarrestar la contracción del gasto privado en consumo e inversión durante la fase recesiva del ciclo económico. Ello es así, porque al igual que aquellos enfoques, el NCM supone que el nivel del producto está determinado por la oferta; dejando de lado el problema de la deficiencia de la demanda agregada, y más concretamente, de la demanda efectiva. De hecho, los modelos en que se basan generalmente suponen una oferta de equilibrio que equivale a la brecha cero del producto, y a la cual le corresponde una tasa de interés de equilibrio, una tasa de desempleo natural que no acelera la inflación. Bajo este marco analítico, la instrumentación de políticas monetarias y fiscales expansivas que empuja a la economía hacia una oferta agregada de equilibrio, sólo cuentan con un mínimo margen para alcanzar el supuesto nivel del producto potencial.

Entonces, cualquier estímulo fiscal sobre la demanda agregada provocará la expulsión del gasto privado tanto en consumo como en inversión; demostrando así, la ineficacia de las políticas fiscales activas para expandir la actividad económica, a través de un incremento del déficit público. Como es obvio, esta conclusión es una consecuencia lógica de los supuestos adoptados por el NCM, como lo es el supuesto de que la economía tiende al pleno empleo en el largo plazo. (Arestis y Sawyer, 2003).

Con algunas diferencias analíticas, el NCM reivindica los efectos *crowding out* tradicionales sostenidos tanto por la mayoría de los enfoques convencionales ortodoxos. A continuación explicamos estos de forma breve.

El efecto desplazamiento vía inflación: El ajuste entre la demanda agregada y la oferta de equilibrio

A partir de los supuestos de un brecha producto que tiende a cero en el largo plazo, una tasa de interés de equilibrio, esto es una tasa natural del tipo wickselliana, una tasa de desempleo natural que no acelera la inflación, lo que significa que la tasa de crecimiento de

ésta última es constante, los teóricos del NCM sostienen que incremento en el gasto público que estimule la demanda agregada, presionará sobre la oferta de equilibrio. Ello, elevará la inflación y, en consecuencia, la brecha producto se abrirá, esto es, se alejara del nivel del producto de pleno empleo. Además, como este razonamiento supone implícitamente que el dinero es escaso, todo incremento en la demanda agregada provocará necesariamente un incremento en la inflación y expulsará a la inversión privada.

Efecto desplazamiento por la vía de la tasa de interés

Partiendo del marco analítico del esquema IS-LM, del supuesto de dinero endógeno pero escaso, el NCM deriva el efecto expulsión de la inversión privadas por la vía del incremento de la tasa de interés. El desplazamiento de la inversión privada se da por dos mecanismos: El primero, un incremento del gasto público financiado con la emisión de títulos públicos; ello implica un incremento de la tasa de interés, lo cual eleva el costo financiero de las empresas y, en consecuencia, una reducción de la inversión. El segundo, ocurre porque el aumento de la demanda agregada inducido por un incremento en el gasto público deficitario, "absorbe" el ahorro interno. Esto reduce los recursos disponibles para la inversión y elevando la tasa de interés. A partir de este marco, se afirma que un incremento en el déficit público desplaza la inversión privada, debido a que la tasa de interés se eleva como consecuencia de la competencia por recursos en el mercado de entre los sectores público y privado, por un lado, y la reducción o "absorción" del ahorro interno, por el otro.

Efecto desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio

El efecto de corto plazo de un mayor déficit público es la elevación de la demanda agregada. Este incremento conduce a una elevación de las tasas de interés internas, que al estimular la entrada de altos flujos de capital externos apreciará el tipo de cambio, con el consecuente, deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Este deterioro se genera tanto por el déficit que provoca el incremento de las importaciones de bienes mayor al de exportaciones de los mismos, afectando la balanza comercial, como por el alto volumen de intereses pagados por las inversiones de cartera, principal destino de los flujos de capitales externos. Según los teóricos de la NCM, esto afectará los ahorros de largo plazo porque un incremento en la demanda agregada inducido por la expansión del gasto público deficitario, eleva las importaciones. Bajo estas circunstancias, el déficit externo comercial se profundizará; y la expansión en la actividad económica que inicialmente generó el incremento del gasto público deficitario, será eliminada por el incremento en los precios y el mayor déficit comercial de la balanza de pagos. El resultado final será una caída en la inversión, un aumento de ahorro externo, o una combinación de ambos.

El enfoque poskeynesiano y la efectividad de la política fiscal. El carácter cíclico del capitalismo y el déficit público

En las últimas dos décadas se han presentado trabajos teóricos que bajo una perspectiva heterodoxa cuestionan las críticas neoclásico-monetarista sobre la efectividad de la política fiscal para estimular la actividad económica. Asimismo, en dichos trabajos se cuestiona la supuesta eficacia de la política monetaria para inducir por sí misma el crecimiento económico. Algunos de estos trabajos son los de Philip Arestis, Malcom Sawyer y Randall Wray, entre otros, en los cuales se sostiene que bajo condiciones específicas, como la existencia de capacidad productiva instalada no utilizada y elevadas tasas de desempleo, la política fiscal es una poderosa herramienta para la política macroeconómica, ya que mediante la expansión pública deficitario es posible inducir un incremento en la demanda agregada y, con ello estimular el crecimiento del producto y el empleo. Bajo esta perspectiva, en este apartado se analizan las principales críticas al denominado efecto "desplazamiento", así como las aportaciones del enfoque poskeynesiano.

La visión de Keynes sobre el gasto público y la intervención del Estado en la economía

La crisis de 1929 cuestionó los principales postulados teóricos fundamentales del enfoque neoclásico marginalista dominante hasta ese entonces, como la tesis del equilibrio general y, en consecuencia, la innecesaria participación del Estado en la economía. La incapacidad de este enfoque para predecir y explicar las causas que provocaron dicha crisis, llevaron a Keynes a replantear los postulados básicos de su aparato analítico. Uno de sus replanteamientos se centró en la necesidad imprescindible e inmediata de la intervención del Estado en la actividad económica, para aminorar los efectos de la crisis mediante la aplicación de políticas económicas que atacaran el desempleo, el subconsumo y la baja inversión privada. En este sentido, sostenía que el mecanismo del mercado es incapaz de lograr el equilibrio basado en el pleno empleo de los factores, debido a que existen fallos y externalidades. De ahí que recomendará instrumentar políticas que crearán condiciones favorables para elevar la inversión y el empleo (Keynes, 1951).

Por otra parte, Keynes sostenía que la participación gubernamental debía dirigirse a promover la difusión de información tendiente a reducir la incertidumbre; permitiendo con ello, la formación de expectativas estables, ya que las fluctuaciones económicas bruscas impiden que la actividad económica se comporte con cierta regularidad. Además, al reconocer que la racionalidad de los agentes económicos es limitada, aceptaba la existencia de problemas de disponibilidad de información confiable. A ello se suma la presencia de incertidumbre, que impide que los individuos tengan un comportamiento maximizador, como lo sostiene la escuela neoclásica. En este sentido, Keynes sostenía que, dado que los precios no son flexibles, el mecanismo del mercado no se ajusta automáticamente por el lado de las cantidades. En otras palabras, dado que los mercados no son perfectos ni eficientes, los desequilibrios entre oferta y demanda no se ajustan automáticamente. Para abatir los desequilibrios, Keynes recomendaba la instrumentación de políticas

para administrar la demanda efectiva, basadas en la coordinación de políticas monetaria y fiscal activas tendiente a disminuir el desempleo e incrementar la producción (Keynes, 1951). En el caso de la política monetaria, el gobierno podía incrementar la oferta de dinero para estimular la expansión de la inversión y, por tanto, la demanda agregada. Por el lado de la política fiscal, se debía estimular la demanda agregada mediante el aumento del gasto público deficitario, para elevar la inversión y, por tanto, el nivel de producto y empleo.

El principio de finanzas públicas funcionales y la necesidad económica del déficit público

En el marco analítico de las finanzas funcionales de Abba Lerner (1941, 1943), la política fiscal se analiza desde una perspectiva integral, que incluye el ejercicio del gasto público y el manejo de la política tributaria, así como la generación de deuda pública, sus fuentes de financiamiento (emisión de dinero, colocación de valores) y el pago de la misma. Para dicho enfoque, los efectos de todas estas acciones deben ser considerados y evaluados en función de sus resultados en la economía, no para establecer teorías sobre el equilibrio fiscal, la solidez de las finanzas públicas o la eliminación del déficit público. Bajo este principio, el gobierno tomara decisiones sobre ajustar su gasto y su nivel de impuestos; asegurándose de que el nivel del gasto total sea suficiente para mantener el crecimiento del producto y el empleo a la tasas deseadas. Y, en el mejor de los casos, que el nivel gasto total y las tasas de impuestos “sean suficientes, ni más ni menos, para comprar los productos a precios corrientes, al nivel de pleno empleo” (Lerner, 1943).

De acuerdo con Lerner (1941), para que los gobiernos mantuvieran sus finanzas manejables o funcionales debían seguir las siguientes reglas (Forstater, 2003): 1) El gobierno debe mantener un nivel razonable de demanda todo el tiempo. Si hay un gasto mínimo y, por lo tanto, un excesivo desempleo, el gobierno debe reducir impuestos o incrementar su gasto. Si existe mucho gasto, el gobierno

debe prevenir la inflación mediante la reducción del gasto o el incremento de los impuestos; 2) El gobierno debe pedir prestado dinero cuando desee aumentar la tasa de interés, y prestar dinero o reembolsar deuda cuando se desea disminuir la tasa de interés. El gobierno debe mantener un nivel de la tasa de interés que induzca la cantidad óptima de inversión; 3) Si cualquiera de las dos reglas anteriores entra en conflicto con el principio de “finanzas públicas sólidas”, entendiendo por esto balance fiscal “equilibrado”, o con el nivel de la deuda pública, el resultado irá en contra de lo previsto en el principio de balance equilibrado. Por ello, el gobierno debe imprimir cualquier cantidad de dinero que sea necesaria para llevar a cabo las reglas 1 y 2; y 4) Colander y Lerner agregan una cuarta regla, que recomienda que el gobierno establezca políticas que estabilicen el nivel de precios y coordinen la oferta de dinero y el gasto correspondiente a la demanda agregada total, de acuerdo con el nivel de precios y el nivel de empleo deseado (Forstater, 2003).

Bajo el enfoque de la hacienda funcional, como también se le conoció a la visión de finanzas funcionales, la tributación sólo debe ser juzgada por sus efectos, en particular sobre el ingreso disponible, ya que las variaciones en éste afectan directamente el gasto privado. De ahí que la tesis que sostiene que el Estado cuente con más dinero y el contribuyente con menos, tenga sentido en la medida que dicha tesis permite mantener el nivel de la demanda agregada mediante la emisión de dinero por parte del Estado. En este contexto cobra significado la afirmación de Lerner, en el sentido de que el propósito de cobrar impuestos consiste en que el contribuyente cuente con menos dinero disponible para gastar, pero en una cantidad tal que su gasto permita mantener la demanda agregada en un nivel deseado sin generar inflación. De tal forma que, tanto el nivel de la demanda agregada de bienes y servicios como la del nivel de precios se mantengas estables (Lerner, 1943).

En cuanto a la deuda pública, el enfoque de las finanzas funcionales establece que, bajo ciertas condiciones, la deuda de gobierno orientada responsablemente hacia fines productivos debe asegurar un funcionamiento adecuado de la economía. Por ejemplo, en una

economía con mercados de capital imperfectos, la deuda pública puede ayudar a la formación de capital y a generar altas tasas de crecimiento. Al respecto, Lerner (1943), sostiene que el déficit gubernamental y, por tanto, la acumulación de deuda, deben tener como objetivo alcanzar el pleno empleo. En general, el déficit presupuestal debe ser usado para mantener o elevar la demanda agregada, en particular, el gasto y la inversión privada, cuando la actividad económica se contrae. En otras palabras, el balance del sector público debe estar acorde con el ciclo económico; superávit (o menor déficit) durante los años de bonanza y déficit en los años de crisis. El reconocimiento de que es poco probable que la prosperidad se mantenga en el tiempo, significa que tampoco es probable que el presupuesto se equilibre en períodos largos. En general, implica reconocer que la deuda pública, ya sea financiada mediante préstamos o emisión de dinero, será necesaria, y que su incremento no representa ningún peligro para la sociedad, cualquiera que sea su magnitud, siempre y cuando la hacienda funcional mantenga el nivel apropiado de demanda efectiva frente a la producción a precios corrientes.

El enfoque de las finanzas funcionales no hace distinciones entre un déficit fiscal grande o pequeño, para calificar de buena o mala el manejo de una determinada política fiscal, porque los déficits públicos no son buenos o malos dependiendo de su magnitud. Por el contrario, un déficit público debe ponderarse en función de los efectos que generó o generará en el nivel del producto y el empleo. Este es precisamente, en sentido que Lerner daba a la hacienda funcional o finanzas públicas funcionales (Lerner, 1943).

El enfoque poskeynesiano sobre la efectividad de la política fiscal

En las últimas dos décadas, se han presentado trabajos teóricos que bajo una perspectiva heterodoxa cuestionan las críticas neoclásico-monetarista sobre la efectividad de la política fiscal para estimular la actividad económica, y ponen en duda la supuesta eficacia de la política monetaria para inducir por sí misma el crecimiento econó-

mico. Algunos de estos trabajos son los de Philip Arestis, Malcom Sawyer y Randall Wray, entre otros, en los cuales se sostiene que bajo condiciones específicas la política fiscal es una poderosa herramienta para la política macroeconómica, ya que mediante ella es posible inducir cambios en el nivel de demanda agregada. Bajo esta perspectiva, en este apartado se analizan las principales críticas que hace la escuela postkeynesiana al denominado efecto “desplazamiento” (*crowding out*).

Efecto desplazamiento por la vía de la tasa de interés: Autonomía del Banco Central y cumplimiento de la meta inflacionaria

El efecto expulsión originado, según el NCM, por el incremento en las tasas de interés provocado por la expansión del gasto público deficitario, para los poskeynesianos, que parten de la existencia de dinero endógeno y una tasa de interés fijada por el Banco Central, ocurre por la acción discrecional del Banco Central, quien para cumplir con sus metas de inflación fija una tasa de interés alta. En otras palabras, si el Banco Central operando bajo un marco independiente, responde a una expansión fiscal aumentando las tasas de interés, entonces, es él quien provoca “el efecto expulsión” indirectamente. Por el contrario, si ante un incremento en la demanda de dinero asociada a una expansión de la demanda agregada, inducida ésta última por una política fiscal expansiva, el Banco Central expande la oferta de dinero, en lugar de contraerla, es muy probable que la tasa de interés se mantenga constante, o en el peor de los casos, su incremento será mínimo. El alcance del efecto dependerá de la magnitud del aumento de la tasa de interés, que a su vez se alimenta de otras tasas de interés. Además, no debemos olvidar que las tasas de interés responden a cambios en el gasto y a las fases del ciclo de dinero.

Cualquier “efecto expulsión” dependerá de la respuesta de la autoridad monetaria, no del mercado. Incluso si hubiera un incremento de la tasa de interés, no se sabe con exactitud cuál será la elasticidad inversión-tasa de interés. Sobre esta relación Chirinko

(1993) y Fazzari (1993; 1994-1995), afirman que el impacto de la tasa de interés en la inversión es realmente mínimo, en tanto que el incremento en las ventas y los efectos del flujo de efectivo han mostrado un mayor efecto en la determinación de la inversión. Se reconoce que otras variables, como la producción tienen un mayor impacto en la inversión. En consecuencia, aunque una política fiscal expansiva aumente las tasas de interés, esto no necesariamente conlleva a un "efecto expulsión".

Efecto desplazamiento por la vía del deterioro de la cuenta corriente y la apreciación del tipo de cambio vs ahorro interno endógeno

El NCM sostiene que, la apreciación del tipo de cambio provocada por el incremento de la tasa de interés, que genera la expansión del gasto público deficitario, deterioran la cuenta corriente de la balanza de pagos. Según este enfoque, el mecanismo es el siguiente: la expansión de la demanda agregada en el corto plazo inducida por un mayor déficit público conducirá a un incremento en las importaciones de bienes que elevan el déficit en la cuenta de balanza comercial. Este análisis supone que el ahorro doméstico es exógeno, lo cual es sumamente controversial, pues su volumen responde también a los cambios en el gasto de gobierno (Arestis y Sawyer, 2000). Por el contrario, si asumimos que el ahorro es endógeno, supuesto más realista,⁸ es altamente probable que un incremento en el déficit gubernamental eleve el ahorro doméstico. Bajo este razonamiento, un incremento en el déficit público en la medida que eleve la demanda agregada y, por ende, la inversión, elevará el ingreso corriente y, en consecuencia el ahorro interno. Entonces, un incremento en el gasto público deficitario más que expulsar la inversión privada, tendrá un efecto de estímulo, de "arrastre". Además, como dijimos arriba, el efecto del déficit presupuestario sobre

la tasa de interés dependerá de la reacción del Banco Central en el ejercicio de su autonomía.

El efecto desplazamiento vía inflación. El ajuste entre la demanda y la oferta de equilibrio vs capacidad existente no utilizada

En torno al enfoque neoclásico-monetarista en general, y del NCM, los postkeynesianos hacen tres observaciones importantes: 1) La existencia de capacidad ociosa es una de las características actuales de las economías monetarias modernas, no sólo de los países en desarrollo, sino también de los países industrializados. 2) El pleno empleo de los factores productivos no puede ser alcanzado y sostenido únicamente por la demanda privada. Si ello fuese posible la política fiscal expansiva sería innecesaria; la demanda privada es insuficiente para asegurar el pleno empleo de todos los factores productivos. Ello implica que la Ley de Say no opera y que el pleno empleo es una situación excepcional. 3) El desplazamiento de la inversión privada supone flexibilidad de precios, lo cual empíricamente no ha sido suficientemente demostrado.

En el análisis neoclásico-monetarista, un incremento en el gasto público elevará los precios y salarios, pero los salarios reales caerán debido a que los salarios nominales se elevan en menor proporción que los precios. Ello conducirá en el mediano plazo a una contracción de la demanda agregada, en este punto la economía entrará en un proceso deflacionario, que bien puede elevar la demanda agregada o contraerla aún más. Dejando indefinido el efecto de una caída inesperada de los precios (deflación) sobre la redistribución del ingreso y la riqueza entre los deudores y acreedores. Ahora bien, si los deudores tienen una propensión a gastar mayor que los acreedores, la redistribución de la riqueza real causada por la deflación disminuirá la demanda agregada (Tobin, 1993), la caída en la demanda agregada reducirá el ingreso y, por lo tanto, el flujo de efectivo para hacer frente a las obligaciones del servicio de la deuda de los acreedores. Elevándose la posibilidad de insolvencia financiera (Minsky, 1973) y, con ella, la precipitación de una crisis de liquidez

⁸ La evidencia empírica ha mostrado que el ahorro está determinado por el ingreso, la propensión a consumir y las distribuciones del ingreso, lo que explica que estas variables tengan un carácter residual

o de insolvencia. Además, se deben considerar los efectos anticipados de la deflación, los cuales pueden adelantar el incremento en la tasa de interés real, desalentando así el gasto privado y, por tanto, el incremento en la demanda agregada. (DeLong y Summers, 1986).

Como vemos, los efectos nocivos de una política fiscal expansiva no son muy claros debido a que la contracción de la demanda agregada no depende sólo del comportamiento del gasto público, como lo sostiene la teoría ortodoxa. Por el contrario, sus contracción depende de la existencia de dinero externo (dinero fiduciario de alto poder) y dinero crédito (dinero interno), siendo éste último el que predomina en una sociedad monetaria industrializada. La expansión o contracción de la demanda agregada dependerá en gran medida de las políticas que instrumente el Banco Central en torno al manejo de las tasas de interés y las metas inflacionarias, así como la disponibilidad de crédito por parte de la banca comercial.⁹

En conclusión, los enfoques neoclásico-monetaristas en general, y el NCM en particular, no contribuyen a aclarar cuáles son los efectos generados directamente por una política fiscal expansiva, ni tampoco cuáles de esos efectos de ésta son de corto plazo y cuáles son negativos en el largo plazo.

En un marco analítico que suponga dinero exógeno o escaso, cualquier incremento en el gasto público provocará un incremento en la demanda agregada, que al presionar sobre la oferta de equilibrio generará nuevamente un incremento en el nivel de precios y, por ende, presiones inflacionarias. En el enfoque postkeynesiano que parte de la existencia de dinero endógeno, un incremento en la demanda agregada asociado a la expansión del gasto público, generará un efecto en el "balance real"; esto es, cambios en el nivel de precios que inducen variaciones en el valor real de la cantidad de

⁹ Cabe señalar que aun cuando la oferta de dinero es un multiplicador del dinero externo (dinero de alto poder), el cual está determinado a su vez por el multiplicador del crédito, es evidente que la cantidad de dinero en circulación depende de la disposición de la gente para mantener ese dinero. En otras palabras, la oferta monetaria estará determinada por su demanda; de tal forma que si los precios bajan la demanda de dinero bajará y con ella, la oferta de dinero, impidiendo que se produzca el efecto de saldos reales (Arestis y Sawyer, 2003).

dinero, los cuales influyen en el nivel de la demanda agregada. Además, el ajuste también se puede dar a través del manejo de tasa de interés por parte del Banco Central. En otras palabras, si los precios se elevan es muy probable que la demanda agregada disminuya; sin embargo, si el banco central expande la oferta monetaria para evitar que los precios se eleven y que la tasa de interés se mantenga constante, es probable que el incremento en el gasto público no genere el efecto "expulsión" de la inversión privada.

En este contexto analítico, la política fiscal tiene un efecto expansivo en el nivel de demanda agregada. El "efecto expulsión" sólo se producirá si se asume el supuesto de una oferta de equilibrio (brecha de oferta cero) que asegura una tasa de desempleo que no acelera la inflación, lo que significa que el nivel de demanda agregada debe ajustarse a la oferta de equilibrio. En economías donde existe capacidad productiva sin utilizar, no existe ninguna fuerza de mercado poderosa o política monetaria potente que asegure que el nivel de demanda agregada se moverá rápidamente para ajustarse a la oferta de equilibrio; en tales condiciones, sólo una política fiscal expansiva será capaz de elevar el nivel de producto y empleo hasta ocupar en un primer momento, la capacidad productiva existente. Aun suponiendo que existiera una oferta de equilibrio, lo cual es muy poco probable en el caso de los países en desarrollo, es obvio que una expansión de la demanda agregada influye sobre la oferta de equilibrio. Ello es así, porque cambios el nivel de demanda agregada incluyen cambios en la actividad económica y en el nivel de ganancia, los que a su vez influye en el nivel de inversión y, por lo tanto en el tamaño del stock de capital (Arestis y Biefang-Frisancho Mariscal, 2000). El supuesto de una oferta de equilibrio, implica una barrera inflacionaria en algún punto del tiempo, pero solamente que dicha barrera sea vista como algo inmutable, es decir, como si no fuera susceptible de verse afectado por cambios en la demanda agregada, ello representa un obstáculo al crecimiento de la demanda agregada. Ello es absurdo, ya que la demanda agregada y, más concretamente la demanda efectiva, tiene la capacidad de influir en

el tamaño y distribución de la capacidad productiva de una economía y, por ende, en el nivel de producto y empleo.

Los efectos macroeconómicos por la vía del "Teorema de Equivalencia Ricardiana" en el enfoque postkeynesiano

Como vimos arriba, el TER sostiene que existe una igualdad cuantitativa entre el incremento de la deuda pública para financiar un aumento del gasto público en el presente y el incremento en el valor de los impuestos futuros necesarios para cubrir el monto del servicio de la deuda (pago de interés y capital) en el momento de su vencimiento. Este mecanismo da origen a los siguientes efectos macroeconómicos: la emisión de deuda pública conduce a los individuos a reducir su consumo y elevar su ahorro en el presente, porque ellos saben que en el futuro el gobierno elevará las tasas impositivas, para cumplir con el servicio de la deuda pública; y en el futuro, los individuos des-ahorran para elevar su consumo. Así que, en el presente, el incremento del gasto público financiado con deuda pública induce una reducción del consumo privado, en tanto que el menor ahorro público es compensado por el incremento del ahorro privado. En el futuro sucede lo contrario, el mayor consumo privado compensa la reducción del gasto público, en tanto que la caída del ahorro privado es compensada con el aumento del ahorro público.

Estos efectos macroeconómicos derivados del replanteamiento que Barro hace del TER ha sido objeto de fuertes objeciones y críticas, entre las cuales están las siguientes: 1) Dado que la gente no tiene un horizonte de vida infinito, es poco factible que se preocupe por los niveles de las tasas impositivas futuras; 2) Los mercados de capital privado son "imperfectos", porque la tasa de descuento de una persona típica excede a la del gobierno, y las tasas de interés en el mercado de dinero pueden variar entre el presente y el futuro, es decir, su nivel en el futuro es incierto; 3) Los impuestos no son neutrales, ya que tienen efectos distorsionadores. Esto contradice la afirmación de Barro en el sentido de que el nivel de ingreso permanente no cambia como resultado del incremento en las tasas im-

positivas; por tanto, los ingresos futuros son inciertos; 4) Los impuestos no son una suma global uniforme, debido a que dependen del ingreso, gasto, riqueza, distribución del ingreso, etc. 5) El cumplimiento del TER depende del supuesto de pleno empleo de todos los factores productivos

Ahora bien, si la proposición de la TER se sostiene, el tamaño del déficit presupuestal es irrelevante para el nivel de demanda agregada, ya que el balance presupuestario sería compatible con el pleno empleo, porque el ahorro y la inversión serían iguales. En general, en una economía cerrada, los ahorros y la inversión son iguales en el pleno empleo, por tanto, no existen razones para aplicar una política fiscal deficitaria, basta con la determinación de los impuestos. Pero, si existen discrepancias entre ahorro e inversión planeados, dichas discrepancias pueden ser resueltas a través del uso de la política fiscal. Por ejemplo, si los ahorros excedieran la inversión a un nivel de ingreso correspondiente al de la oferta de equilibrio, esa diferencia haría que la hipótesis de la TER no se pudiera sostener. Aunado a esto, un incremento del déficit fiscal induce a los individuos a ahorrar más, ya que se hacen conscientes de que un mayor déficit implica un mayor endeudamiento público y, por lo tanto, futuras tasas impositivas para hacer frente a las crecientes obligaciones financieras del Estado (Barro, 1974; Plosser, 1982; Evans, 1987). Según Barro (1974), la expectativa de incrementos en los impuestos impositivos futuros, sumada a la preocupación de las personas por su bienestar futuro y el de sus hijos, hace que el ahorro interno del sector privado se incremente en la misma proporción que el déficit; de tal forma que, el aumento en la demanda de fondos prestables derivado de un déficit fiscal mayor, se contrarresta por el aumento en la oferta de dichos fondos futuros derivados del incremento del ahorro nacional privado. Por tanto, de acuerdo a Barro, un déficit fiscal más grande no afecta las tasas de interés y la inversión privada en el largo plazo, en la medida que eleva el nivel de actividad económica. De la misma forma, dado que el crecimiento del déficit fiscal se financia con el mayor ahorro interno privado, la demanda de ahorro foráneo se mantiene constante

y los efectos sobre las cuentas de balanza de pagos son nulos, esto debido a que el financiamiento del déficit fiscal se hace con ahorro interno y no con ahorro foráneo, lo cual hace que no exista efecto a nivel balanza de pagos.

A manera de conclusión

Para el enfoque postkeynesiano, tanto la política monetaria como la fiscal tienen un impacto en el nivel de demanda agregada, aunque la política monetaria impacta de manera directa el nivel de precios. Para suavizar este impacto, es necesaria una instrumentación coordinada entre ambas políticas, con el propósito de mantener un crecimiento sostenido y estable del producto y el empleo. El establecimiento de metas inflacionarias como objetivo de la política monetaria, sólo es factible si se considera que la inflación es un fenómeno monetario y que la política monetaria no tiene efectos reales; lo cual implica que la oferta monetaria es exógena y controlable. Ahora bien, si aceptamos que la inflación es un "fenómeno de demanda" y que la oferta monetaria es endógena, la política fiscal es un instrumento alternativo para alcanzar la meta de inflación por el lado de la elevación de la oferta agregada.

Bajo esta última perspectiva, el déficit público no necesariamente generará inflación, tampoco es un indicador de una ineficiente administración del Estado, ya que el Estado está integrado al circuito monetario y, por ende, está sometido al principio de demanda efectiva. En este sentido, el Estado es un tipo de empresa que controla los recursos productivos de la sociedad con fines públicos, como la infraestructura, pero también administra capital humano productivo mediante el gasto social en salud, educación, etc.

Históricamente, y más concretamente, hasta finales de la década de los setenta, en los países industrializados y en desarrollo el Estado aportaba una proporción importante de la inversión total; en esos años, el gasto público tanto corriente como de capital era considerado como inversión. Actualmente, el déficit público responde en una alta proporción al pago de intereses por concepto de emisión

de deuda pública interna con fines de estabilización monetaria. Este tipo de déficit y el que resulta de las políticas de austeridad que inflan los pagos de intereses y comprimen la inversión creadora de riqueza, es el único déficit perjudicar. Dicha austeridad es una regresión social ante la apuesta de un futuro incierto, porque el objetivo de esta apuesta es el crecimiento económico (Parguez, 1990).

El financiamiento del déficit público surge del crédito cuya única contrapartida es un crecimiento del stock de deuda del Estado, la cual se integra a la acumulación financiera corriente. Esta deuda no hipoteca el futuro, lo que hipoteca es la insuficiencia de gastos y, en general, una política económica que pretende metamorfosear un sistema dinámico en una economía clásica, que pone en peligro el crecimiento de la producción y de la productividad del trabajo" (Guillén Romo, 1992).

La política fiscal anti-cíclica puede compensar rápidamente movimientos en el nivel de demanda agregada (Arestis y Sawyer, 2000); por ello, la política fiscal resulta un poderoso instrumento regulador del nivel de demanda agregada. La política fiscal puede y debe ser utilizada como parte clave de la solución", cuando la economía necesita aumentar la demanda agregada, y "cuando los recursos económicos están infrautilizados (Fazzari, 1994, p.247). Incluso cuando los recursos económicos están completamente utilizados, es probable que la política fiscal afecte la cantidad de capital de la economía, esto es, estimule el progreso tecnológico y la acumulación de capital (Arestis y Biefang-Frisancho Mariscal, 2000), lo cual tiene efectos de largo plazo.

Referencias

Alcides, José Lasa (1997), *Deuda, inflación y déficit. Una perspectiva macroeconómica de la Política Fiscal*, Universidad Autónoma de México, México.

Arestis, P. y Biefang-Frisancho Mariscal, I. (2000), "Capital Stock, Unemployment and Wages in the UK and Germany", *Scottish Journal of Political Economy*, 47 (5), pp. 487-503.

Arestis, Philip y Malcolm Sawyer, "Reiventing Fiscal Policy" (2003), *Working Paper*, núm. 381, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.

Arestis, Philip y Sawyer Malcom, (2003), "On the effectiveness of monetary policy and fiscal policy", en *The Levy Economics Institute, Working Paper No. 369*

Arestis, Philip y Sawyer, Malcom, (2003a), "Reinventing Fiscal Policy", en *The Levy Economics Institute, Working Paper No. 381*.

Ayala Espino José (1996), Mercado elección pública e instituciones, una revisión de las teorías modernas de Estado, Facultad de Economía, México.

Barro Robert (1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, núm. 82, pp.1095-1117.

Barro, R.J, (1989), "The Ricardian approach to budget deficits", *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), pp. 37-54.

Blanchard Oliver (1981), "Output, the stock market, and interest rates", *American Economic Review*, vol.71, num.1, pp.132-143.

Blanchard Oliver (1985), "Current and Anticipated Deficits, interest rates and economy activity ", *European Economic Review*, vol.25, núm.2, pp.243-247.

Blanchard Oliver y Rudiger Dornbush (1984), "U.S. Déficits, the dollar and Europe", *Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review*, núm.48, pp.89-113.

Blaug Mark, "Teoría Económica en Retrospección", F.C.E., México, 1985.

Branson William (1985), "Expected fiscal policy and the recession of 1982", *International Finance Discuccion Paper*, num.272.

Chirinko, R. S. (1993), "Business fixed investment spending: Modeling strategies, Empirical results, and policy implications", *Journal of Economic Literature*, 31 (4), pp. 1875-1911.

Coase, Ronald (1960), "The problem of Social Cost", *Journal of Law and Economic*, Vol 3(1), pp. 1-44.

DeLong, J. B. y Summer, L. (1986), "Is increased price flexibility stabilizing?" *America Economic Review*, No. 76, pp. 1031-1044

Dornbush Rudiger (1984), "U.S. Déficits, the dollar and Europe", *Banca Nazionale del Lavoro Quartely Review*, núm. 48, pp.89-113.

Eichengreen Barry (2000), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional: propuesta después de la crisis asiática*, Oxford University Press, Méxic, p.67.

Eichengreen, B. (1998), "Comment on "The Political Economy of Fiscal Adjustments"", *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Washington: Brookings Institutions.

Evans Paul (1985), "Do large deficits produce high interest rates?", *American Economic Review*, vol.75, núm.1, pp.68-85.

Evans Paul (1995), "Do budget deficits raise nominal interest rates? Evidence from Six Countries", *Journal of monetary Economics*, vol. 20, núm.2, pp.281-300.

Evans Paul (1990), "Interests rates and expected Future budget deficits in the United States", *Journal of Political economy*, vol. 95, núm.1, pp.34-58

Fazzari, S.M. (1993), "Monetary policy, financial structure, and investment", Chapter 3 in *Transforming the U.S Financial System: Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, New York, M. E. Sharpe.

Fazzari, S.M. (1994-95), "Why doubt the effectiveness of keynesian fiscal policy", *Journal of Post Keynesian Economics* 17 (2), pp. 231-248.

Fazzari, S. y Peterson, B. (1993), "Working capital and fixed investment: New Evidence on Financing Constraints", *Rand Economic Journal*, No. 24, pp. 328.-342.

Feldstein Martin (1984), "Can an increased budget deficit be contractionary?", *Working Paper*, núm.1434, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, Massachusetts, agosto.

Forstater, Mathew (1999), "Public Employment and Economic Flexibility, The Job Opportunity Approach to Full Employment", en *Public Polucy Brief*, núm. 50, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.

Friedman, Milton (1948), "A monetary and fiscal framework for economic stability, *The American Economic Review*, vol. 38, No. 3. (Jun), pp. 245-264

Friedman, Milton (1991), *La economía monetarista*, Gedisa, Barcelona España.

Guillen Romo Héctor, "El dogma de las finanzas sanas en México", en *Investigación Económica*, abril-junio de 1992, México.

Keynes, J.M. (1951), *Teoría General de la ocupación, el interés y el dinero*, F.C.E, México.

Lerner, Abba (1943) *Hacienda Funcional y la Deuda Federal*, Muel-
ler M.G. (Ed.) *Lecturas de Macroeconomía*, Compañía Editorial Continental, Barcelona.

Lerner, Abba (1946), "Monetary policy and fiscal policy" en *The re-
view of Economics and Statistics*, Vol.28, No.2, pp.77-81.

Minsky, Hyman P. (1987), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.

Ortiz, Palacios Luis Ángel (2003), *Reforma tributaria y financiamiento del gasto público en México. Bajo crecimiento y déficit público. Los retos de la Política Fiscal en México. Centro Político Mexicano*, Agrupación Política Nacional, México.

Parguez Alain, "Le mythe du déficit au regard de la theorie du circuit, en *Economies et Societés*. Tomo XXIV, núm. 2, febrero, 1990.

Plosser Charles (1982), "Government financing decisions and asset returns, *Journal of Monetary Economy*, vol.9, núm., pp.325-352.

_____ (1987), "Fiscal Policy and Term structure", *Journal of Monetary Economics*, vol.20, núm.2, 1987, pp.343-367.

Reinhary Vicent (2000), "The Economic consequences of disappearing Government Debt", *Brokings Papers on Economy Activity*, núm.2, p.175.

Tobin, J. (1993), "Price flexibility and out-put stability: An old keynesian view", *Journal of Economic Perspectives*, No. 7, pp. 45-66.

POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL, MERCADOS BANCARIOS IMPERFECTOS Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO EN MÉXICO
